

强烈推荐-A (维持)

兰花科创 600123.SH

当前股价: 7.87 元  
2017 年 04 月 11 日

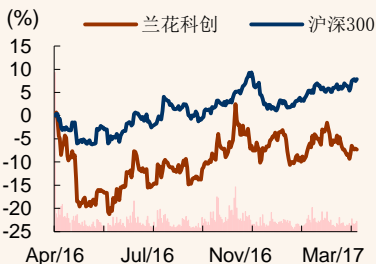
处置资产轻装前行, 煤炭业绩有望爆发

基础数据

上证综指	3289
总股本(万股)	114240
已上市流通股(万股)	114240
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	-3.2
资产负债率	60.7%
主要股东	山西兰花煤炭实业集
主要股东持股比例	45.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	3	4
相对表现	-4	-3	-5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《兰花科创(600123)——煤炭化工双双反弹, 估值处于底部区间》2016-12-23
- 2、《兰花科创(600123)——煤价有所回升, 亏损主要来自尿素业务》2016-06-02
- 3、《兰花科创(600123)——煤炭板块仍有盈利, 化工转向精细化》2016-03-07

卢平

021-68407841  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

沈菁

021-68407401  
shenjing3@cmschina.com.cn  
S1090516090003

研究助理

刘晓飞

021-68407539  
liuxiaofei@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年报, 期内实现营业收入 44 亿, 下降 4.5%, 归母净利-6.6 亿, 首次亏损, 去年业绩为 1 亿, 对应 EPS 为-0.58。预计 2017 年 EPS 为 0.83, 不到 10 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **煤炭板块: 处置整合矿历史包袱导致板块亏损。**公司 2016 年煤炭产量 659 万吨, 下降 8%, 主要是受 276 政策影响; 销量 620 万吨, 下降 7%; 综合售价 393 万吨, 同比增加 9%; 生产成本 205 元/吨, 下降 15%; 完全成本 365 元/吨, 增加 14%, 主要是 5 个整合矿停工之后, 1 个亿的相关费用不能资本化; 吨煤毛利 188 元, 增加 60%, 净利 24 元, 和去年基本持平。此外, 口前煤业等资源整合矿井其中计提无形资产、商誉等资产减值损失 3.53 亿元。另外, 公司参股 41% 的华润大宁煤矿贡献了 1.8 亿的投资收益。

展望 2017 年, 公司计划煤炭产量 848 万吨, 较 2016 年大幅增加, 主要是 276 政策的取消; 预计吨煤净利在 100 元以上, 加上华润大宁至少 3 亿的投资收益, 扣掉 5 个停工整合矿 1 亿左右的亏损, 煤炭板块的净利至少在 10 亿。

□ **煤化工板块: 尿素价格大幅下滑, 尿素板块亏损约 4 亿。**2016 年尿素综合售价 1059 元/吨, 同比下降 28%; 吨尿素净利约 270 元, 尿素板块增亏 3.2 亿。二甲醚上半年亏损 3400 万, 下半年盈利 500 万, 全年亏损 2900 万。己内酰胺正式投产, 目前已经满负荷运营。展望 2017 年, 今年到目前为止兰花尿素出厂均价 1577 元/吨, 处于盈亏平衡点附近, 尿素价格大幅下行的可能性不大, 全年预计微亏; 二甲醚单月净利几百万, 全年预计微利; 己内酰胺全年预计产量 9 万吨, 刚投入运营, 预计可以实现微利。煤化工板块整体可以到盈亏平衡。

□ **盈利预测及评级:** 兰花 2017 年的业绩主要来自煤炭, 今年煤炭行业供给整体偏紧, 煤价大概率高位震荡; 今年减值已经基本计提完毕, 唯一的出血点在于 5 个暂时停产的整合矿, 大概 1 个亿的亏损; 煤化工板块整体可以实现盈亏平衡, 预计 2017 年 EPS 为 0.83, 不到 10 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示: 尿素价格大幅下跌。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4565	4358	7582	7203	7275
同比增长	-12%	-5%	74%	-5%	1%
营业利润(百万元)	17	(734)	1199	1087	1049
同比增长	-86%	-4386%	-263%	-9%	-4%
净利润(百万元)	14	(660)	953	861	822
同比增长	-79%	-4909%	-244%	-10%	-5%
每股收益(元)	0.01	(0.58)	0.83	0.75	0.72
PB	.9	1.0	.9	.9	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 煤矿明细

煤种	权益	资源储量	可采储量	核定产	权益产能	状态	
伯方煤矿	无烟煤	100%	27515	14280	210	210	在产
唐安煤矿	无烟煤	100%	25511	10630	180	180	在产
大阳煤矿	无烟煤	100%	16302	7900	180	180	在产
望云煤矿	无烟煤	100%	13766	4921	90	90	在产
宝欣煤矿	焦煤	55%	5016	206	90	50	在产
口前矿	动力煤	100%	7979	6450	90	90	在产
玉溪煤矿	无烟煤	53%	21667	16425	240	128	在建
永胜煤矿	动力煤	100%	8484	6362	120	120	井巷二期工程已结束, 准备三期工程建
百盛煤矿	无烟煤	51%	6115	2471	90	46	过渡生产, 30 万吨的量
兰兴煤矿	焦煤	72%	1335	965	60	43	2014 年 9 月取得试运转批复
同宝煤矿	无烟煤	51%	9807	2980	90	46	2015 年 11 月开工报告被注销。
沁峪煤矿	无烟煤	53%	4600	2810	90	48	2015 年 11 月开工报告被注销。刚开建
芦河煤矿	无烟煤	51%	7212	1681	90	46	在建
在产小计		95%	117756	60812	840	800	
在建小计		61%	37553	17269	780	477	
合计		79%	155309	78081	1620	1276	

资料来源: wind、招商证券

表 2: 煤炭历史业绩分析

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016
综合售价	832	740	591	405	377	360	343	393
商品煤产量	601	577	630	671	368	715	321	659
销量	531	628	635	678	328	663	245	620
成本测算:								
原材料	40	37	40	36	32	33	30	34
燃料及动力	10	10	10	10	11	11	10	15
职工薪酬	100	90	97	90	78	75	71	75
折旧摊销	24	26	29	24	23	22	20	25
维简及安全费用	30	25	25	26	25	25	21	21
其他	21	69	64	100	82	77	63	35
生产成本	225	257	265	286	251	243	215	205
吨煤毛利	607	483	326	119	126	117	129	188
毛利率	73%	65%	55%	29%	33%	33%	37%	48%
三费及附加	252	252	133	25	58	78	158	160
完全成本	477	509	398	310	309	321	373	365
吨煤利润	355	231	193	95	68	39	(30)	28
所得税	89	58	55	14	25	14	(1)	4
吨煤净利	267	173	138	80	43	25	(28)	24
煤炭业务损益(亿)	14	11	9	5	1	2	(0.7)	1.5
现金生产成本	201	231	236	262	228	221	195	180
现金完全成本	448	478	385	297	299	312	355	352

资料来源: wind、招商证券

表 3: 华润大宁净利

华润大宁-41%	2011	2012	2013	2014	2015	2016
净利润	16755	150341	90327	32283	33175	44035
投资收益	6870	61640	37034	13236	13602	18054

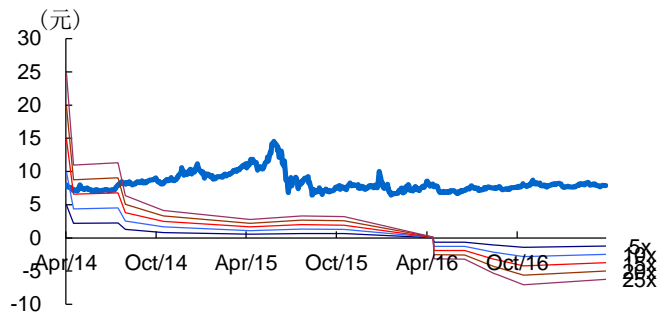
资料来源: wind、招商证券

表 4：尿素业绩分拆

万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016
产量	140	158	160	120	125	62	120
销量	146	153	168	122	118	56	120
综合售价		2129	1798	1563	1480	1104	1059
生产成本		1851	1659	1457	1336	1165	1192
完全成本					1548	1377	1404
三费					212	212	212
利润					(68)	(273)	(345)
净利					(68)	(273)	(345)
煤炭综合售价	832	740	591	405	360	343	393
吨折旧		146	125	135	133	117	0
吨人工		128	127	117	120	120	
财务数据-尿素-万元							
营业收入		325465	301597	191174	176484	62338	131089
生产成本		282893	278342	178230	157838	65775	142247
完全成本					182943	77742	172463
利润总额					(6459)	(15405)	(41374)

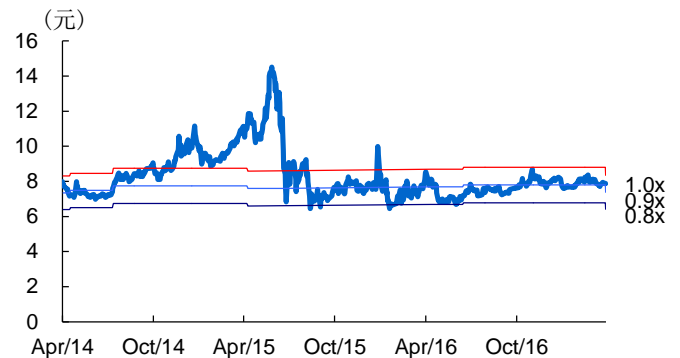
资料来源：wind、招商证券

图 1：兰花科创历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：兰花科创历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5740	4843	5297	5882	7090
现金	2049	1916	565	1387	2550
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1454	1486	2586	2457	2481
应收款项	139	56	48	46	46
其它应收款	937	210	366	347	351
存货	490	557	744	707	714
其他	671	618	988	938	948
<b>非流动资产</b>	16381	19259	18542	17900	17327
长期股权投资	923	1001	1001	1001	1001
固定资产	4426	4876	4804	4740	4683
无形资产	5151	6171	5554	4998	4499
其他	5881	7210	7183	7161	7144
<b>资产总计</b>	<b>22121</b>	<b>24101</b>	<b>23839</b>	<b>23782</b>	<b>24417</b>
<b>流动负债</b>	5517	7759	5970	5007	5035
短期借款	2190	2497	1616	800	800
应付账款	996	1382	1887	1793	1811
预收账款	206	513	701	666	673
其他	2125	3366	1766	1749	1752
<b>长期负债</b>	6422	6924	7424	7424	7424
长期借款	1982	2712	3212	3212	3212
其他	4440	4212	4212	4212	4212
<b>负债合计</b>	<b>11939</b>	<b>14682</b>	<b>13394</b>	<b>12431</b>	<b>12459</b>
股本	1142	1142	1142	1142	1142
资本公积金	389	260	260	260	260
留存收益	8095	7198	8174	9035	9598
少数股东权益	555	819	869	914	957
归属于母公司所有者权益	9626	8600	9576	10437	11000
<b>负债及权益合计</b>	<b>22121</b>	<b>24101</b>	<b>23839</b>	<b>23782</b>	<b>24417</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(2)	75	1200	2187	2022
净利润	14	(660)	953	861	822
折旧摊销	510	680	1218	1143	1075
财务费用	294	358	400	400	400
投资收益	(136)	(180)	(400)	(350)	(300)
营运资金变动	(554)	61	(1017)	93	(18)
其它	(130)	(185)	45	41	43
<b>投资活动现金流</b>	(479)	(712)	(500)	(500)	(500)
资本支出	(653)	(831)	(500)	(500)	(500)
其他投资	173	119	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	18	403	(2051)	(866)	(358)
借款变动	784	925	(2073)	(816)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	(129)	0	0	0
股利分配	(297)	(23)	23	0	(258)
其他	(469)	(370)	0	(50)	(100)
<b>现金净增加额</b>	<b>(463)</b>	<b>(234)</b>	<b>(1351)</b>	<b>821</b>	<b>1164</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4565	4358	7582	7203	7275
营业成本	3339	3333	4549	4322	4365
营业税金及附加	227	248	432	410	414
营业费用	169	167	290	276	278
管理费用	735	805	1062	1008	1019
财务费用	170	323	400	400	400
资产减值损失	44	396	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	136	180	400	350	300
<b>营业利润</b>	17	(734)	1199	1087	1049
营业外收入	35	39	55	55	55
营业外支出	71	110	50	50	50
<b>利润总额</b>	(19)	(806)	1204	1092	1054
所得税	101	64	201	185	188
<b>净利润</b>	(120)	(870)	1003	906	865
少数股东损益	(134)	(210)	50	45	43
<b>归属于母公司净利润</b>	14	(660)	953	861	822
<b>EPS (元)</b>	0.01	(0.58)	0.83	0.75	0.72

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-12%	-5%	74%	-5%	1%
营业利润	-86%	-4386%	-263%	-9%	-4%
净利润	-79%	-4909%	-244%	-10%	-5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.9%	23.5%	40.0%	40.0%	40.0%
净利率	0.3%	-15.1%	12.6%	12.0%	11.3%
ROE	0.1%	-7.7%	10.0%	8.2%	7.5%
ROIC	2.0%	-2.7%	7.9%	7.3%	6.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.0%	60.9%	56.2%	52.3%	51.0%
净负债比率	24.0%	28.6%	20.3%	16.9%	16.4%
流动比率	1.0	0.6	0.9	1.2	1.4
速动比率	1.0	0.6	0.8	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	6.6	6.4	7.0	6.0	6.1
应收帐款周转率	51.7	44.8	146.0	153.1	157.9
应付帐款周转率	3.4	2.8	2.8	2.3	2.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.01	-0.58	0.83	0.75	0.72
每股经营现金	-0.00	0.07	1.05	1.91	1.77
每股净资产	8.43	7.53	8.38	9.14	9.63
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.23	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	655.0	-13.6	9.4	10.4	10.9
PB	.9	1.0	.9	.9	.8
EV/EBITDA	28.8	141.6	6.9	7.3	7.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**沈菁：**毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

**刘晓飞：**毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

**招商煤炭研究小组所获荣誉：**荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。